

夏場以降、政策効果の剥落によるグローバル景気への警戒が生じる中、日本株が長期低迷の様相をみせ始めている。今年度に入ってから株価変動をグローバルに比較すると(終値ベース)、11月18日時点でSP500の+39.1%上昇、上海総合指数の+39.2%上昇に対し、TOPIXは+9.9%上昇にとどまっており、際立って値動きが鈍い。特に、TOPIXの8月26日戻り高値以降の下落率は▲12.8%と同時期の他市場が概ね1桁台ながらもプラスの上昇率を保つ中、極めて異例の展開をみせている。

こうした日本株劣位については、その傾向がより顕著になった時期が8月30日衆議院選挙を受けた民主党政権発足のタイミングとほぼ重なるだけに、歴史的な政権交代に伴う過渡的な現象とみることはできる。また、夏場にはグローバルな金融規制強化に向けた議論が活発となったため、国内金融機関を中心に将来の増資に伴う株式価値の希薄化リスクが市場で高まったことも指摘できる。以下では、このように様々な要因が複合的に影響を及ぼしているとみられる今回の日本株の低迷について、いくつかの長期的、構造的な視点からその持続性について探ってみた。

最初に、現在の日本株の劣位について、長期的な現象と捉えるべきであるのかという点について考える。図1ではグローバル市場における日本株の位置付けを確認するため、グローバル株価を主導している米国のS&P500の変動に対するTOPIXの変動度合い(いわゆる対S&P500ベータ)を計測してみた。これによると、足下、52週ベースでみたTOPIXの対S&P500ベータは0.43と2000年以降では最低水準近くまで低下しているほか、2008年初めの1.24をピークに低下を続けており、日米株の連動性が大きく低下していることが分かる。ただ、ベータ自体はほぼ3年程度の周期で上昇と下落を繰り返しており、現在の日本株の劣位が今後も長期的に定着するとまでは言いにくい。ちなみに、中国株(上海総合指数)については、S&P500に対する変動度合いは一貫して低く(概ね±0.2以内)、リスク分散のための有力な投資対象であることが確認される。

次に、現在のグローバル金融市場で最大のテーマとなっているドル安(米国への信認低下)の影響を考えてみる。図2はドル指数と日米株

価比率(TOPIX/S&P500)の推移をみたものであるが、直近3月初めをピークとするドル指数の下落トレンドが続く中、夏場以降日本株劣位が強まったことが分かる。現在のドル安トレンドは米国発の金融危機を契機とする異例の金融政策や米国への信認低下がもたらした構造的な側面が強い。そして、異例の金融政策により作り出された過剰流動性は、ドルの基軸性への疑念とも相まって金価格を史上最高値へと押し上げ、原油価格の上昇をもたらし、コモディティ価格の高騰リスクを一段と高めている。

こうした環境は言うまでもなく日本株には相対的に逆風となる。図3はS&P500、TOPIX、上海総合指数のセクター構成をみたものであるが、そもそもTOPIXは米中の株価指数と比べ、原油価格上昇の恩恵を受けるエネルギーセクター(特に川上企業)のウェイトが小さく、ドル安(円高)の影響を受けやすい消費財・資本財といった外需型企業のウェイトが高い。このため、現在の環境下での指数上の劣位は否めない。また、ドル安自体はグローバルな事業展開を確立している米多国籍企業にとり、競争力向上に加え、海外売上増加という形で収益押し上げに寄与する。一方、円高圧力にさらされる日本の輸出企業にとっては、収益圧迫要因となるため、日本株にはネガティブである。

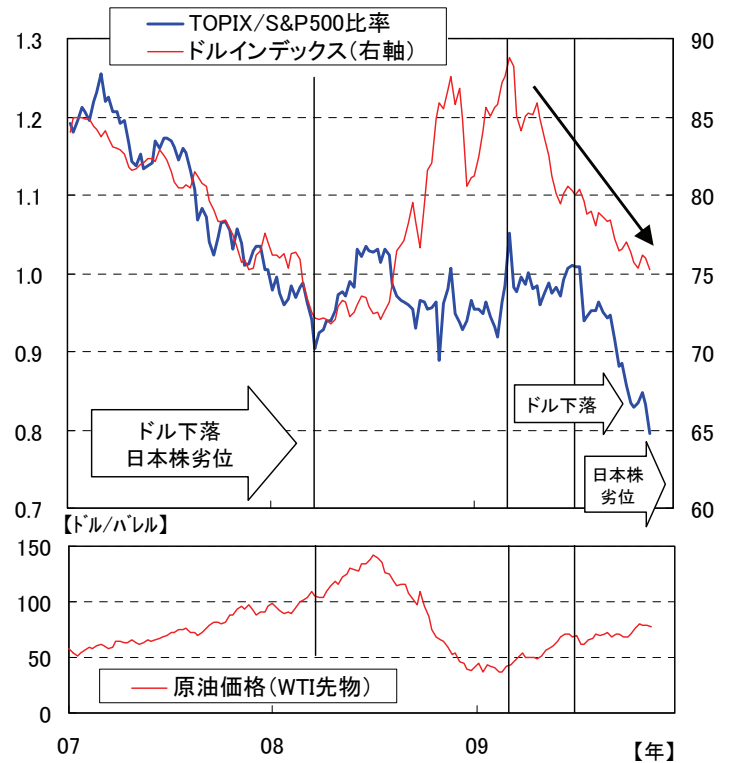
それでは、今後日本株の劣位が解消する条件として何を想定すればよいのかであるが、マクロの視点としては、政策対応を含めた内需拡大への期待が高まることに加え、アジア、特に中国の高成長の恩恵をさらに取り込むことが不可欠であろう。図4は日本からの中国向け輸出をみたものであるが、中国の高成長とは裏腹に輸出の伸びは依然としてマイナス圏で推移している。現在、中国向けビジネス自体は自動車産業にみられるように日米欧の有力企業が入り乱れ、さながら群雄割拠の戦国時代の様相を呈している。また、高成長を続けているとはいえ、1人当たりGDPが5000ドルに満たない中国市場で企業が先進国向け並みの収益を確保するには、現地化による不断の対応が不可欠であろう。このため、本格的な日本株劣位の解消には時間がかかると考えられ、当面は日本株劣位に短期的な行き過ぎが生じていないのかという観点から市場環境を注視していく必要があると感じている。(2009年11月19日記)

図1：日中株価の対SP500の変動度合い



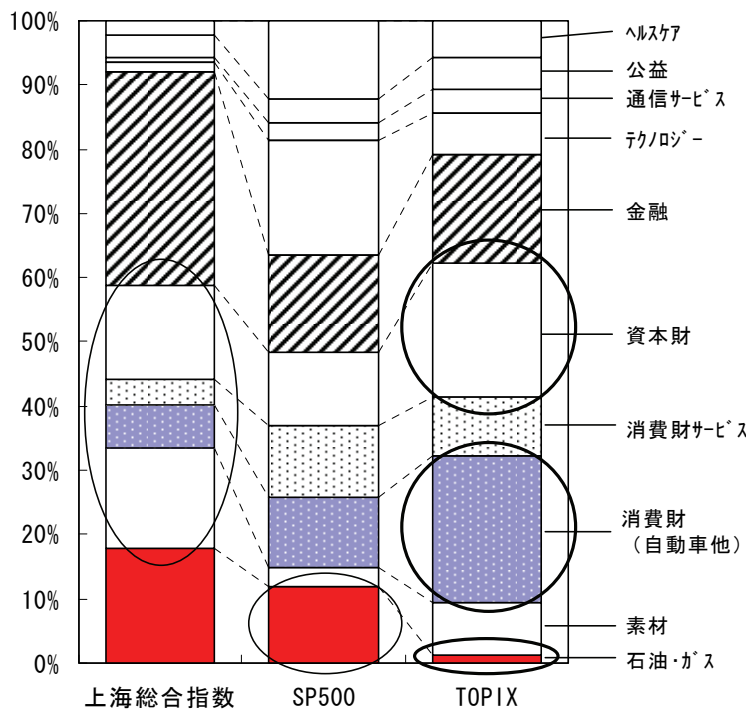
出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図2：日米株価比率とドル指数、原油価格



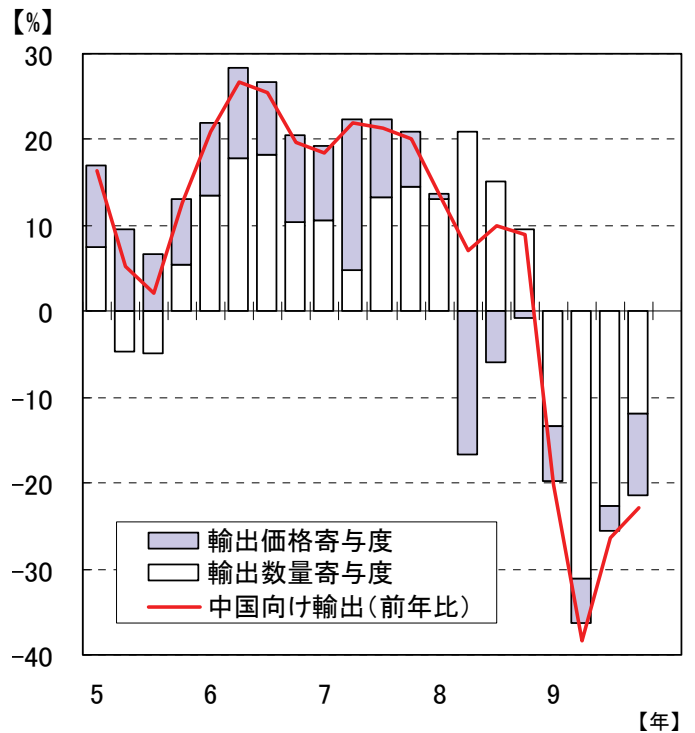
出所：Bloomberg、Datastream より三菱UFJ信託銀行作成

図3：日米中の株価指数のセクター構成



出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図4：日本の中国向け輸出の推移



出所：INDB より三菱UFJ信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）